

**ANALISIS PENGARUH TINGKAT SUKU BUNGA SBI, LIKUIDITAS  
OBLIGASI, RATING OBLIGASI, DAN RETURN ON EQUITY  
PERUSAHAAN TERHADAP  
YIELD SPREAD OBLIGASI PERUSAHAAN  
(Studi Komparasi Obligasi Perusahaan Finansial dan Non-Finansial yang  
Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2008)**

Oleh :

*Hanung Huboyojati*<sup>1</sup>

*Endang Tri widyarti*<sup>2</sup>

**Abstraksi**

*Persepsi dari investor surat hutang jenis bond mencerminkan nilai dari rentang imbal hasil antara bond yang diterbitkan perusahaan dibandingkan bond yang diterbitkan pemerintah. Rentang imbal hasil dapat dipengaruhi oleh factor-faktor yang berasal dari kondisi internal, seperti penerbit surat hutang dan kondisi eksternal seperti perubahan instrument tingkat bunga bebas risiko sebagai contoh adalah SBI. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh dari tingkat bunga SBI, likuiditas surat hutang, peringkat surat hutang, ROE dari perusahaan hingga spread imbal hasil dari surat hutang perusahaan*

*Perusahaan yang dijadikan sampel dikategorikan menjadi dua sector bisnis, yaitu perusahaan keuangan dan bukan perusahaan keuangan. Obyek dari penelitian ini terdiri dari 74 perusahaan keuangan dan 60 bukan perusahaan keuangan. Tipe data yang digunakan adalah data sekunder yang berasal dari Direktori Pasar Surat Hutang Indonesia 2008-2009, publikasi data Bank Indonesia dan publikasi PT. Pefindo. Analisis menggunakan Regresi Linier Multipel untuk kedua model sampel. Kemudian dilakukan Chow Test untuk melihat dua model regresi berdasarkan sector keuangan dan bukan sector keuangan yang dapat mempengaruhi stabilitas dari model regresi.*

*Hasil dari pengujian memperlihatkan bahwa tingkat suku bunga SBI mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap spread imbal hasil corporate bond dari kedua model. Hal tersebut terlihat dari hasil penghitungan nilai t yaitu sebesar 3,729 dan 2,536 dengan level signifikansi adalah 0,000 dan 0,014 untuk kedua model. Likuiditas dari corporate bond adalah negatif dan efek yang signifikan, dan hal tersebut dapat dilihat dari penghitungan nilai t yaitu 2,317*

<sup>1</sup> Alumni Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang

<sup>2</sup> Dosen Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang



dengan tingkat signifikansi 0,024. Sedangkan pada sector bukan keuangan, mempunyai nilai negative dan tidak signifikan. Return on Equity dari perusahaan keuangan mempunyai nilai negatif dan tidak mempunyai efek signifikan, sedangkan pada bukan perusahaan keuangan mempunyai nilai negatif dan signifikan berpengaruh terhadap spread imbal hasil corporate bond. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai  $t$  sebesar -2,087 dengan tingkat signifikansi 0,042. Hasil tes Chow memperlihatkan bahwa menggunakan dua model regresi tidak mempengaruhi stabilitas dari model regresi.

**Kata Kunci:** *Corporate Bond Yield Spreads, Level of SBI Interest Rates, Bonds Liquidity, Bonds Rating, Returns on Equity.*

### **Abstract**

Perception for bond investors could be reflected by the value of the yield spreads between corporate bonds to government bonds. Yield spreads could be influenced by factors originating from internal condition, such as bond issuer and from an external condition, such as movements of risk-free interest rate instruments, for example the SBI. The purpose of this study is to analyze how the influence of SBI interest rate, bond liquidity, bond rating, return on equity (ROE) of the company to corporate bond yield spreads.

The samples of company are categorized into two business sectors, financial companies and non-financial companies. Objects in this study consisted of 74 financial companies and 60 non-financial companies. Types of data used are secondary data obtained from the Indonesian Bond Market Directory 2008-2009, Bank Indonesia, and PT. Pefindo. The analysis used is Multiple Linear Regressions for both samples model. Then performed Chow Test to see whether using two regressions model based on financial and non-financial sector can influence stability of regression model.

The test results showed that the level of SBI interest rates has positive and significant effect to corporate bond yield spread for both models. It is can be recognized from calculation  $t$  value is 3,729 and 2,536 with level of significant is 0,000 and 0,014 for both models. Liquidity of corporate bonds has negative and not significant effect for both models. Bonds rating of the financial company has positive and significant effect, it is can be recognized from calculation  $t$  value is 2,317 with level of significant is 0,024. While for non-financial sector, has negative and not significant effect. Returns on equity of financial company has negative and not significant effect, while for non-financial sector, has negative and significant effect to corporate bond yield spreads. It is can be prove from  $t$  value is -2,087 with



level of significant is 0,042. Chow Test results showed that using two regressions model did not influence the stability of regression model.

**Keywords:** *Corporate Bond Yield Spreads, Level of SBI Interest Rates, Bonds Liquidity, Bonds Rating, Returns on Equity.*

## LATAR BELAKANG MASALAH

Dewasa ini perkembangan pasar modal Indonesia sudah semakin marak, banyaknya masyarakat yang melakukan investasi di pasar modal membuat semakin berkembangnya dunia investasi. Disamping itu, munculnya berbagai macam instrumen baru yang disediakan di pasar modal seperti obligasi, *right*, waran, opsi, serta kemajuan teknologi dan fasilitas yang mendukung terciptanya kemudahan dalam melakukan transaksi perdagangan dapat menjadi bahan pertimbangan investor untuk melakukan investasi di pasar modal, selain investasi dalam bidang lain. Melihat perkembangan yang ditunjukkan oleh animo masyarakat yang begitu antusias untuk berinvestasi juga membawa pengaruh pada instrumen obligasi. Instrumen ini memang menawarkan suatu konsep yang berbeda dari instrumen yang biasa diperdagangkan seperti saham. Faerber (2000) menyatakan bahwa investor memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu; (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham.

Para investor yang membeli obligasi perusahaan (*corporate bond*) tentunya akan memperoleh keuntungan atau *yield* yang lebih tinggi dibanding jika mereka membeli obligasi pemerintah (*government bond*). Hal ini terjadi karena berkaitan dengan teori yang menjelaskan bahwa obligasi perusahaan cenderung memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibanding dengan obligasi pemerintah karena setiap perusahaan yang menerbitkan obligasi bisa mengalami kesulitan likuiditas dalam pembayaran kupon maupun *yield* yang akan diterima pada saat jatuh tempo. Kesulitan likuiditas ini mencerminkan adanya *default risk* atau risiko kegagalan membayar utang kepada *bondholder*. Sedangkan untuk obligasi pemerintah tidak memiliki risiko gagal bayar, artinya obligasi pemerintah merupakan investasi bebas risiko meskipun *yield* yang akan diterima *bondholder* lebih kecil dibanding dengan *yield* dari obligasi perusahaan.

Pada kenyataannya, walaupun obligasi pemerintah lebih aman dalam segi risiko, permintaan obligasi perusahaan di pasar modal terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Tentunya hal ini mengacu pada preferensi investor untuk lebih memilih tingkat *yield* yang lebih tinggi yang dihasilkan obligasi perusahaan dan juga keadaan di lapangan yang jarang mengindikasikan



adanya risiko gagal bayar pada perusahaan yang menerbitkan obligasi. Preferensi investor ini juga didukung oleh alasan adanya *rating* yang dimiliki oleh setiap perusahaan emiten yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat efek seperti Moody's, Standard & Poor yang berskala internasional, dan juga PEFINDO yang ada di Indonesia. Peran peringkat obligasi menjadi penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang profitabilitas *default* utang perusahaan. Kualitas suatu obligasi dapat dimonitor dari informasi peringkatnya. Semakin tinggi *rating* dari setiap perusahaan, maka kecenderungan risiko gagal bayar akan semakin kecil.

Dengan berdasarkan pada kenyataan bahwa permintaan obligasi perusahaan meningkat setiap tahunnya, maka diperlukan juga penjelasan mengenai adanya perkembangan tersebut. Dari data yang diperoleh penulis mengenai perkembangan investasi obligasi, maka dapat diketahui bahwa kenaikan volume realisasi emisi obligasi pada tahun 2000 hanya mencapai 1.009.186, tetapi pada tahun 2007 volume realisasi meningkat pesat hingga mencapai 23.630.410 dengan nilai emisi sebesar Rp 129.701,24 Miliar. Sedangkan untuk nilai *outstanding* yang mencerminkan permintaan pasar obligasi mencapai 270.472 dengan nilai emisi Rp 19.891,41 Miliar pada tahun 2000 dan meningkat pesat sampai pada tahun 2007 yang mencapai nilai volume 17.031.922 dengan nilai emisi mencapai Rp 84.533,03 Miliar (Statistik Bapepam 2008).

Berdasarkan perkembangan perdagangan pasar obligasi tersebut, tentunya menarik untuk diketahui bagaimana sebenarnya persepsi investor selama melakukan investasi pada obligasi perusahaan. Persepsi investor terhadap obligasi perusahaan dapat dicerminkan oleh *yield spread* dari suatu obligasi perusahaan. Fabozzi (1999) menyatakan bahwa *spread* mencerminkan risiko tambahan yang dihadapi investor dengan membeli sutau sekuritas (obligasi) yang tidak diterbitkan oleh pemerintah. *Yield spread* biasanya dihitung melalui pengurangan secara sederhana antara satu *yield* obligasi perusahaan terhadap *yield* obligasi pemerintah yang memiliki masa jatuh tempo yang sama. *Yield spread* adalah cara yang paling umum dimana investor di dalam pasar membandingkan nilai obligasi terhadap lainnya, seperti layaknya *price earning ratio* yang digunakan untuk saham.

*Yield spread* menjadi suatu hal yang menarik untuk diteliti lebih lanjut karena *spread* dapat menjadi pedoman dan pertimbangan investor untuk berinvestasi pada obligasi perusahaan yang telah berlangsung selama ini di Indonesia. Perkembangan nilai *spread* selalu digambarkan di dalam kurva *yield* guna menjelaskan besarnya *spread* diantara obligasi-obligasi yang memiliki kualitas kredit yang sama dibandingkan dengan obligasi pemerintah yang memiliki kualitas kredit yang lebih baik dan juga masa jatuh tempo yang berbeda diantara setiap obligasi tersebut. *Yield spread* yang merupakan persepsi investor terhadap kemungkinan hasil, risiko kerugian, efisiensi pasar dan kondisi likuiditas obligasi dapat mencerminkan bahwa besar kecilnya *yield spread* dapat dipengaruhi oleh



pergerakan suku bunga SBI sebagai tingkat bunga yang dijadikan rujukan atau *benchmark* bagi penetapan tingkat bunga berbagai instrumen keuangan. Artinya, persepsi investor terhadap kemungkinan hasil atau *yield instant* yang akan diperoleh atas investasi obligasi perusahaan diduga dipengaruhi oleh pergerakan suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi, dan *return on equity* perusahaan.

Longstaff dan Schwartz (1995) menerapkan pendekatan sederhana terhadap penilaian risiko (*valuing risky*) pada *fixed* dan *floating rate debt* dengan data *yield* obligasi dari *Moody's corporate* sebagai sampel dalam penelitiannya menemukan bahwa ada pengaruh yang negatif dari *risk-free interest rates* terhadap *credit spread* obligasi perusahaan. Hasil penelitian ini kemudian diteliti lagi oleh Sudipto Sarkar (2001) dengan model dari penelitiannya adalah menjelaskan pengaruh *call feature* dan *rating* pada pengaruh *yield spread* dan *risk-free interest rates*. Hasilnya adalah (1) *call feature* dapat memperkuat pengaruh negatif yang terdapat pada *yield spread* dan *risk-free interest rates*, (2) pada kualitas obligasi yang menurun, sensitivitas pada *non-callable yield spread* terhadap *risk-free interest rates* akan meningkat secara monoton. Hasil yang berbeda diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Martin Grandes, *et al.* (2003) dalam penelitiannya mengenai determinan dari *yield spread* pada obligasi di Afrika Selatan menemukan bahwa volatilitas *risk free interest rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi.

Untuk variabel likuiditas, Long Chen, *et al.* (2002) dalam penelitiannya yang menggunakan model *limited dependent variable* (LDV) untuk mengestimasi likuiditas obligasi dan pengaruhnya terhadap *yield spread* menunjukkan hasil bahwa estimasi dari likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* tanpa memperhatikan faktor lain yang biasa menjadi penentu *yield spread*. Long Chen, *et al.* (2005) kembali melakukan penelitian, yaitu terhadap lebih dari likuiditas dari 4000 obligasi. Hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, dimana banyak obligasi yang kesulitan likuiditas dapat menghasilkan *yield spread* yang lebih tinggi, artinya likuiditas mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti (2008) dalam penelitiannya yang berjudul analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi perusahaan periode 2001-2005 menunjukkan adanya perbedaan hasil dimana pengaruh likuiditas obligasi terhadap *yield spread* adalah tidak signifikan.

Untuk variabel *rating*, Giampaolo Gabbi dan Andrea Sironi (2002) dalam penelitiannya yang menganalisis faktor-faktor yang menentukan penetapan harga obligasi perusahaan dengan meneliti *spreads* dari *Eurobond* di negara Kanada, Amerika Serikat, Jepang, dan Negara-negara Eropa selama periode 1991-2001. Salah satu hasil penelitiannya adalah *rating* dari obligasi perusahaan adalah faktor yang berpengaruh signifikan dalam menentukan besarnya nilai *spread* diantara



*yield to maturity* dari obligasi perusahaan dengan obligasi pemerintah. Huang and Huang (2003) dalam penelitiannya menunjukkan hasil yang berbeda dimana risiko kredit yang diproksikan dengan *rating* obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap terjadinya perubahan pada *yield spread* obligasi perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti (2008) dalam penelitian yang sama juga menunjukkan adanya perbedaan hasil dimana variabel *rating* berpengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread*.

Untuk variabel *return on equity* (ROE), Dufresne, *et al.* (2001) menemukan bahwa untuk perubahan ROE dengan obligasi yang diklasifikasikan berdasarkan tingkat *leverage* pada setiap emiten dan *rating* berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *yield spread* obligasi perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Michael Boss dan Martin Scheicher (2002) mengenai determinan dari perubahan *credit spread* dikawasan Eropa juga ada yang mengalami perbedaan hasil, dimana perubahan *return on equity index* pada *Euro Stoxx* dengan obligasi yang diklasifikasikan berdasarkan pada jenis emiten yaitu *Euro-industrials* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *yield spread*. Sedangkan pada *Euro-financials* dan *US-industrial* berpengaruh negatif signifikan dan pada *Euro-swap* berpengaruh negatif tidak signifikan.

## RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan permasalahan pertama dalam penelitian ini yaitu terjadinya ketidaksesuaian antara teori dengan kenyataan di lapangan (fenomena *gap*) dalam pengaruh antara variabel tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi, dan ROE perusahaan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan baik pada perusahaan finansial maupun non-finansial selama transaksi tahun 2007-2008 yang diperoleh penulis serta permasalahan kedua yaitu adanya inkonsistensi hasil beberapa penelitian terdahulu (*research gap*) mengenai *yield spread* obligasi perusahaan, maka pertanyaan yang akan dijawab dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah tingkat suku bunga SBI berpengaruh terhadap *yield spread* obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008?
2. Apakah likuiditas obligasi perusahaan berpengaruh terhadap *yield spread* obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008?
3. Apakah *rating* obligasi perusahaan berpengaruh terhadap *yield spread* obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008?
4. Apakah *return on equity* (ROE) berpengaruh terhadap *yield spread* obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008?



## TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### *Yield Spread*

Jones (2009) mendefinisikan *yield spread* sebagai hubungan diantara *yield* yang dihasilkan dari berbagai jenis obligasi berdasarkan fakta atau keterangan dari penerbit obligasi (*issuer*) dan karakteristik yang terdapat dari berbagai jenis obligasi tersebut. Sedangkan Fabozzi (1999) menyatakan bahwa *yield spread* mencerminkan risiko tambahan yang dihadapi investor dengan membeli suatu sekuritas/obligasi yang tidak diterbitkan oleh pemerintah. William F. Sharpe, *et al.* (1999) mendefinisikan *yield spread* sebagai perbedaan antara *yield* dua obligasi yang sering melibatkan obligasi yang sedang dianalisis dan obligasi bebas risiko yang sebanding (sekuritas departemen keuangan dengan jatuh tempo dan tingkat bunga kupon yang sama). *Yield spread* kadang diukur dengan *basis point*, dimana satu *basis point* sama dengan 0,01%. Jika *yield to maturity* untuk suatu obligasi adalah 11,5% dan lainnya 11,9%, maka *yield spread* adalah sebesar 40 *basis point*.

Persebaran obligasi atau biasa disebut *spread* obligasi merujuk pada perbedaan tingkat bunga diantara dua obligasi. Secara perhitungan matematika, *bond spread* adalah pengurangan yang sangat sederhana antara satu *yield* obligasi terhadap lainnya. *Bond spread* adalah cara yang paling umum dimana peserta di dalam pasar membandingkan nilai sebuah obligasi terhadap lainnya. *Spread* merefleksikan risiko relatif dari obligasi yang dibandingkan. *Spread* yang lebih tinggi biasanya akan menghasilkan risiko yang lebih tinggi. Orang-orang merujuk pada *spread* obligasi ketika membicarakan mengenai perbandingan tingkat *yield* pada obligasi negara. *Spread* obligasi dapat dikalkulasikan diantara obligasi dengan jatuh tempo yang berbeda, tingkat bunga yang berbeda atau mungkin perbedaan negara dan mata uang.

Faktor-faktor yang mempengaruhi *spread* meliputi; (1) jenis emiten, (2) *creditworthiness* dari emiten, yang dirasakan oleh investor, (3) jangka waktu jatuh tempo dari instrumen yang dimaksud, (4) ketentuan-ketentuan yang memberikan hak opsi kepada emiten ataupun investor, (5) besarnya pajak yang dikenakan atas bunga yang diterima investor, dan perkiraan likuiditas (*expected liquidity*) dari sekuritas yang diterbitkan (Fabozzi, 1999).

### Jenis-jenis *Spread*

*Spread* obligasi terlihat sangat mudah tetapi merefleksikan banyak faktor valuasi. Dalam situs mengenai investasi dan keuangan, menjelaskan ada beberapa *spread* yang dapat dikalkulasikan dan biasa digunakan, diantaranya ([www.vibiznews.com](http://www.vibiznews.com)):

1. ***Spread kredit***. Merupakan perbedaan pada tingkat bunga yang merefleksikan risiko kredit diantara dua obligasi. Semakin luasnya *spread*, semakin tinggi risiko kredit dari obligasi dengan bunga tinggi dibandingkan dengan obligasi dengan bunga rendah. Obligasi perusahaan



biasanya mempunyai tingkat *yield* yang lebih tinggi dibandingkan obligasi Negara dengan tingkat jatuh tempo yang sama. Semakin rendah kualitas dan *rating* sebuah kredit, semakin tinggi *yield spread* dibandingkan dengan pemerintah. Hal ini mengapa "*investment grade* yang rendah" atau "*junk bond*" biasa memberikan *yield* yang tinggi.

2. ***Spread durasi.*** *Spread* jenis ini merefleksikan perbedaan tingkat bunga diantara obligasi pada tingkat jatuh tempo yang berbeda.
3. ***Spread kupon.*** Adalah *spread* yang merefleksikan perbedaan antara obligasi dengan tingkat bunga kupon yang berbeda. Sebagai contoh, negara A menerbitkan dua buah obligasi pada tahun 2008, satu dengan tingkat kupon 10% dan satu lagi dengan tingkat kupon 7%. Kedua obligasi ini mempunyai tingkat jatuh tempo yang sama tetapi kupon berbeda 3% pada setiap tahun sampai dengan pembayaran prinsipal final sebesar seratus juta pada saat jatuh tempo. Hal ini merefleksikan perbedaan pada kupon dan likuiditas.
4. ***Spread likuiditas.*** Merupakan jenis *spread* yang merefleksikan perbedaan likuiditas pada setiap obligasi.

### Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan

Pengaruh suku bunga SBI (*interest rate level*) terhadap harga obligasi adalah negatif, hal ini berdasarkan pada rumus perhitungan *pricing of bonds*, dimana dapat diketahui bahwa pengaruh harga obligasi dengan *yield* obligasi adalah berbanding terbalik atau negatif. *Royal Bank of Canada (RBC) Wealth Management* (2009) menyatakan bahwa faktor penting yang menyebabkan fluktuasi harga obligasi adalah pergerakan tingkat suku bunga pasar/SBI. Sehingga, ketika suku bunga pasar (SBI) naik, maka harga obligasi akan turun dan *yield* obligasi akan naik, dan pada akhirnya *spread* yang dihasilkan akan naik juga, dengan asumsi bahwa *yield* yang dihasilkan obligasi pemerintah sebagai *benchmark* dari perhitungan *yield spread* obligasi perusahaan adalah stabil. Dengan demikian dapat diketahui bahwa pengaruh suku bunga pasar (SBI) dengan *yield spread* obligasi perusahaan adalah positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Martin Grandes dan Marcel Peter (2003) dalam penelitiannya mengenai determinan dari *yield spread* pada obligasi di Afrika Selatan menemukan bahwa volatilitas *risk-free interest rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate bond yield spread*. Dengan melihat hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa hasil tersebut sesuai dengan teori mengenai pengaruh suku bunga pasar (*interest rate level*) terhadap *yield spread* obligasi perusahaan, dimana pengaruh yang seharusnya adalah positif.



### Pengaruh Likuiditas Obligasi terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan

Faktor likuiditas perdagangan obligasi berpengaruh terhadap tingkat pengembalian obligasi karena faktor likuiditas merupakan salah satu risiko bagi pemodal bila memegang obligasi. *Yield spread* juga bisa dipengaruhi oleh perkiraan likuiditas obligasi perusahaan. Semakin besar perkiraan likuiditas perdagangan, semakin rendah *yield* yang akan diminta/diperoleh oleh investor (Fabozzi, 1999). Tentunya hal tersebut akan sesuai dengan konsep *high risk high return*, dimana semakin obligasi memiliki likuiditas yang baik artinya obligasi tersebut memiliki risiko likuiditas yang rendah, maka sebagai kompensasinya, *yield* yang ditawarkan akan semakin rendah. Dan pada akhirnya nilai *yield spread* yang dihasilkan akan semakin rendah juga, dengan asumsi bahwa *yield* obligasi pemerintah yang merupakan sebagai *benchmark* adalah stabil. Sekuritas-sekuritas *treasury* (*government bond*) merupakan sekuritas yang paling likuid di dunia. Rendahnya *yield* yang ditawarkan sekuritas-sekuritas *treasury* relatif terhadap sekuritas-sekuritas *non-treasury* (*corporate bond*) mencerminkan untuk tingkat yang signifikan, perbedaan likuiditas antara kedua jenis sekuritas tersebut. Jadi secara teori dapat dikatakan bahwa likuiditas suatu obligasi perusahaan dapat berpengaruh negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan.

Long Chen, *et al.* (2005) dalam penelitiannya terhadap lebih dari 4000 obligasi menyatakan bahwa banyak obligasi yang kesulitan likuiditas dapat menghasilkan *yield spread* yang lebih tinggi, sehingga likuiditas mempunyai peranan penting dalam valuasi obligasi perusahaan. Artinya bahwa, semakin suatu perusahaan memiliki kesulitan likuiditas atau risiko likuiditas yang tinggi maka sebagai kompensasinya maka *yield* obligasi yang ditawarkan pasti akan tinggi juga, pada akhirnya nilai *spread* yang dihasilkan juga akan tinggi. Dengan begitu dapat dikatakan, hasil penelitian ini sesuai dengan teori mengenai pengaruh likuiditas obligasi terhadap *yield spread* obligasi perusahaan, dimana pengaruhnya adalah negatif.

### Pengaruh Rating Obligasi terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan

Besar kecilnya kemungkinan *default risk* sebuah obligasi ini dapat diindikasikan oleh baik tidaknya *rating* suatu obligasi perusahaan. Jadi dapat dikatakan bahwa *rating* merupakan prediksi atas kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya. Semakin besar *default risk* suatu obligasi, semakin besar premium *default*. Hal ini akan menyebabkan obligasi dengan risiko *default* yang lebih tinggi menawarkan *yield to maturity* yang dijanjikan lebih tinggi, dan pada akhirnya akan semakin besar *yield spread* yang dihasilkan. (Fabozzi, 1999). Akibatnya, obligasi dengan peringkat yang lebih rendah seharusnya memiliki YTM yang dijanjikan lebih tinggi jika peringkat tersebut merefleksikan risiko *default* (William Sharpe, *et al.*, 1999). Hal ini juga sesuai dengan konsep *high risk high return*. Sehingga hal tersebut juga akan meningkatkan *yield spread* yang ada.

ANALISIS PENGARUH TINGKAT SUKU BUNGA SBI, LIKUIDITAS OBLIGASI, RATING OBLIGASI, DAN RETURN ON EQUITY PERUSAHAAN TERHADAP YIELD SPREAD OBLIGASI PERUSAHAAN (Studi Komparasi Obligasi Perusahaan Finansial dan Non-Finansial yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2008)

Hanung Huboyojati & Endang Tri Widyarti



Wijayanti (2008) dalam penelitiannya yang berjudul faktor-faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi periode 2001-2005 menunjukkan bahwa variabel *rating* berpengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Artinya bahwa, semakin suatu perusahaan memiliki *rating* semakin buruk maka sebagai kompensasinya maka *yield* obligasi yang ditawarkan pasti akan tinggi juga, sehingga nilai *spread* yang dihasilkan juga akan tinggi dan begitu juga sebaliknya. Sehingga dapat dikatakan, hasil penelitian ini sesuai dengan teori mengenai pengaruh *rating* obligasi dengan *yield spread* obligasi perusahaan, dimana pengaruh *rating* obligasi terhadap *yield spread* adalah negatif.

### **Pengaruh *Return on Equity* terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan**

Besar kecilnya *yield* obligasi yang ditawarkan oleh emiten kepada investor bisa tergantung dengan kondisi kesehatan/kinerja perusahaan. Kinerja yang baik mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus untuk diinvestasikan dengan harapan kemungkinan kegagalan/default membayar bunga dan pokoknya atas surat utang yang diterbitkan akan rendah. Namun sebagai kompensasi atas kinerja perusahaan yang baik itu, tentu saja perusahaan menawarkan *yield* yang lebih rendah, karena *default risk* yang akan dihadapi investor juga semakin rendah. Dengan rendahnya nilai *yield* obligasi perusahaan tentu saja akan mengurangi nilai *spread* dengan *yield* obligasi pemerintah. Dufresne, *et al.* (2001) menyatakan bahwa dalam beberapa penelitian, ROE sering digunakan sebagai proksi dari tingkat kesehatan perusahaan yang dapat mempengaruhi besarnya *yield* obligasi yang ditawarkan oleh perusahaan tersebut. Dengan mengacu pada pernyataan tersebut, maka ROE yang bisa menjadi proksi dari tingkat kesehatan/kinerja perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan.

Dufresne, *et al.* (2001) dalam penelitiannya mengenai determinan dari perubahan *credit spread* menemukan bahwa untuk perubahan ROE dengan obligasi yang diklasifikasikan berdasarkan tingkat *leverage* pada setiap emiten dan *rating* berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *yield spread* obligasi perusahaan. Oleh karena itu, hasil penelitian ini sesuai dengan teori mengenai pengaruh antara ROE perusahaan dengan *yield spread* obligasi perusahaan, dimana pengaruh ROE perusahaan terhadap *yield spread* adalah negatif.

### **Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian terdahulu mengenai *yield spread* serta variabel-variabel lain yang terkait telah banyak dilakukan di luar negeri, sedangkan untuk di Indonesia masih dapat dikatakan jarang, karena instrumen obligasi di Indonesia terbilang baru. Penjelasan kembali mengenai penelitian-penelitian terdahulu menjadi penting untuk dijadikan bahan acuan, pedoman maupun alasan untuk dilaksanakan penelitian berikutnya.



Longstaff dan Schwartz (1995) menerapkan pendekatan sederhana terhadap penilaian risiko (*valuing risky*) pada *fixed* dan *floating rate debt* dengan data *yield* obligasi dari *Moody's corporate* sebagai sampel dalam penelitiannya menemukan bahwa ada pengaruh yang negatif dari *risk-free interest rates* terhadap *credit spread* obligasi perusahaan. Hasil penelitian tersebut kemudian diteliti lagi oleh Sudipto Sarkar (2001) dengan model dari penelitiannya adalah menjelaskan pengaruh *call feature* dan *rating* pada pengaruh *yield spread* dan *risk-free interest rates*. Hasilnya adalah (1) *call feature* dapat memperkuat hubungan negatif yang terdapat pada dapat memperkuat pengaruh negatif yang terdapat pada *yield spread* dan *risk-free interest rates*, (2) pada kualitas obligasi yang menurun, sensitivitas pada *non-callable yield spread* terhadap *risk-free interest rates* akan meningkat secara monoton.

Collin-Dufresne, *et al.* (2001) melakukan penelitian mengenai determinan dari perubahan *credit spread*. Hasil penelitiannya adalah perubahan tingkat *leverage* dan ROE terhadap *credit spread* adalah signifikan sesuai dengan teori/prediksi. Peningkatan *risk-free rate* mengurangi *credit spread* untuk semua obligasi. Konveksitas dan *slope* dari *term structure* tidak signifikan baik secara statistik maupun ekonomi. *Return* dari S&P 500 sebagai proksi dari *business climate* berpengaruh signifikan. Perubahan *jump magnitude and probability* berpengaruh signifikan juga baik secara statistik maupun ekonomi.

Giampaolo Gabbi dan Andrea Sironi (2002) dalam penelitiannya yang menganalisis faktor-faktor yang menentukan penetapan harga obligasi perusahaan dengan meneliti *spreads* dari *Eurobond* di negara Kanada, Amerika Serikat, Jepang, dan Negara-negara Eropa selama periode 1991-2001. Hasil penelitiannya adalah *rating* dari obligasi perusahaan adalah faktor yang berpengaruh signifikan dalam menentukan besarnya nilai *spread* diantara *yield to maturity* dari obligasi perusahaan dengan obligasi pemerintah. Kepercayaan investor terhadap penilaian *rating agencies* meningkat selama periode sampel. *Tax treatment* menjadi variabel yang relevan dalam menjelaskan variabilitas *spread*, sedangkan efisiensi pasar dan likuiditas tidak bisa berpengaruh signifikan terhadap *spread*.

Long Chen, *et al.* (2002) dalam penelitiannya yang menggunakan model *limited dependent variable* (LDV) untuk mengestimasi likuiditas obligasi dan pengaruhnya terhadap *yield spread*. Proksi likuiditas dalam penelitian ini menggunakan harga obligasi harian. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa estimasi dari likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* tanpa memperhatikan faktor lain yang biasa menjadi penentu *yield spread*. Hasil ini menyatakan secara tidak langsung bahwa biaya likuiditas secara tepat memberikan pengaruh pada *return* obligasi dan juga pada elemen harga pada *yield spread*.

Michael Boss dan Martin Scheicher (2002) mengenai determinan dari perubahan *credit spread* dikawasan Eropa. Dalam penelitian ini, variabel ROE diproksikan dengan indeks ROE pada Euro Stoxx dan mengklasifikasikan



penelitian dalam 4 sektor yaitu; (1) *Euro-industrials*, (2) *Euro-financials*, (3) *Euro-swap*, (4) *US-industrial*. Hasil penelitian ini adalah *interest rate level & slope of risk-free term structure* adalah determinan penting dari *credit spread*. *Return* saham dari *Euro Stoxx*, volatilitasnya dan *yield* obligasi sebagai proksi dari risiko likuiditas merupakan faktor yang signifikan baik secara statistik maupun ekonomi.

Huang and Huang (2003) dalam penelitiannya yang berjudul "*How Much The Corporate-Treasury Yield Spread is Due to Credit Risk?*," menunjukkan hasil bahwa risiko kredit yang diproksikan dengan *rating* obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap terjadinya perubahan pada *yield spread* obligasi perusahaan. Artinya risiko kredit kurang bisa menjadi variabel independen yang dapat mempengaruhi terjadinya perubahan pada *yield spread* obligasi perusahaan.

Martin Grandes dan Marcel Peter (2003) melakukan penelitian mengenai determinan dari *yield spread* pada obligasi di Afrika Selatan. Penelitian ini bertujuan untuk mengkuantifikasi pentingnya *sovereign risk* dalam menentukan besarnya *yield spread* obligasi perusahaan setelah meninjau faktor spesifik perusahaan sebagai penentu yang diturunkan dari struktur model yang digunakan oleh Merton (1974) dan Shimko *et al.* (1993). Hasil penelitian ini adalah *Sovereign default premium*, *leverage*, *firm value volatility*, *risk free interest rate volatility*, dan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate bond yield spread*. Sedangkan variabel *time to maturity* berpengaruh negatif signifikan.

Longstaff, *et al.* (2004) melakukan penelitian tentang pengaruh *default risk* dan likuiditas terhadap *yield spread* obligasi perusahaan dengan menggunakan informasi pada *credit-default swaps market*. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa mayoritas *yield spread* obligasi perusahaan dipengaruhi oleh *default risk*. Hasil ini berlaku untuk semua kategori *rating* dan dijelaskan secara kuat melalui *riskless curve*. Dan *nondefault component* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *yield spread* obligasi.

Long Chen, *et al.* (2005) melakukan penelitian kembali terhadap lebih dari likuiditas dari 4000 obligasi. Penelitian ini ingin menguji apakah likuiditas ditetapkan nilainya dalam *yield spread* obligasi perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa banyak obligasi yang kesulitan likuiditas dapat menghasilkan *yield spread* yang lebih tinggi, artinya likuiditas mempunyai peranan penting dalam valuasi obligasi perusahaan, jadi likuiditas mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan dan perubahan *yield spread* tidak bisa dijelaskan oleh adanya *default risk* sebagai faktor penentu. Hasil tersebut diperoleh setelah melakukan peninjauan terhadap variabel-variabel ekonomi makro, *firm-specific*, dan *bond-specific*.

Penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti (2008) mengenai analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi perusahaan periode 2001-2005 menunjukkan bahwa variabel *rating* dan emiten berpengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread*, sedangkan variabel tenor berpengaruh signifikan



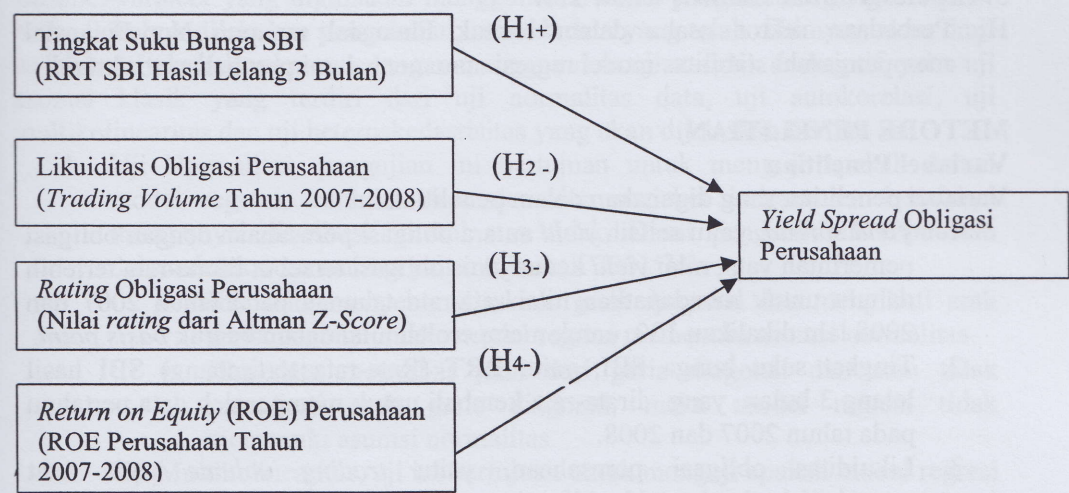
positif terhadap *yield spread*. Dan pengaruh likuiditas obligasi terhadap *yield spread* adalah tidak signifikan.

Adita Kusumadewati (2008) dalam penelitiannya mengenai analisis pengaruh tingkat suku bunga, likuiditas obligasi, *maturity*, dan peringkat obligasi terhadap perubahan harga obligasi perusahaan, menggunakan konsep penilaian dari setiap *rating* obligasi dengan Altman *rating* model yang diterapkan Bloomberg dengan periode 2004-2006. Hasil penelitian ini adalah variabel suku bunga, *maturity* dan peringkat obligasi berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga obligasi perusahaan. Sedangkan untuk variabel likuiditas obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi perusahaan yang diperdagangkan dipasar. Berikut ini merupakan gambaran serta penjelasan singkat mengenai penelitian-penelitian terdahulu mengenai *yield spread* obligasi serta variabel-variabel yang terkait.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Berdasarkan penjelasan mengenai keempat faktor tersebut pada landasan teori variabel, dan dugaan hubungan yang terjadi antara variabel independen yang diantaranya adalah tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi, dan ROE perusahaan terhadap variabel dependen yaitu *yield spread* obligasi perusahaan serta adanya bukti-bukti empiris yang diperoleh dari beberapa penelitian terdahulu, maka kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini digambarkan dalam skema berikut:

Kerangka Pemikiran Teoritis



esne, et al. (2001), Martin Grandes & Marcel Peter (2003), dan Crocker Liu (2003, dikutip dari Edward Altman)



## HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan penjelasan landasan teori, kerangka pemikiran teoritis dan beberapa penelitian terdahulu yang telah disusun, maka hipotesis yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut :

### 1. Perusahaan pada Sektor Finansial:

- H1: Tingkat Suku Bunga SBI berpengaruh positif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial
- H2: Likuiditas obligasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial
- H3: *Rating* obligasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial
- H4: *Return on Equity* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial

### 2. Perusahaan pada Sektor Non-Finansial:

- H1: Tingkat Suku Bunga SBI berpengaruh positif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial
- H2: Likuiditas obligasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial
- H3: *Rating* obligasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial
- H4: *Return on Equity* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Yield Spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial

### 3. Hipotesis untuk Analisis Chow Test

- H<sub>5</sub>: Perbedaan sektor usaha dalam bentuk Finansial maupun Non-Finansial mempengaruhi stabilitas model regresi atau mengalami perubahan struktural.

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini:

1. *Yield spread*, yaitu selisih *yield* antara obligasi perusahaan dengan obligasi pemerintah yang nilai *yield* kedua jenis obligasi tersebut dirata-rata terlebih dahulu untuk mendapatkan nilai rata-rata tahunan pada tahun 2007 dan 2008 lalu dikalikan 100, untuk memperoleh nilai dalam bentuk *basis point*.
2. Tingkat suku bunga SBI, yaitu RRT (Rata-rata tertimbang) SBI hasil lelang 3 bulan yang dirata-rata kembali untuk memperoleh data pertahun pada tahun 2007 dan 2008.
3. Likuiditas obligasi perusahaan, yaitu *trading volume* pada saat transaksi/eksekusi *yield* obligasi perusahaan untuk setiap kuartal pada tahun 2007 dan 2008. Lalu dijumlah pertahun untuk memperoleh data tahunan.



4. *Rating* obligasi perusahaan, yaitu nilai untuk setiap *rating* menggunakan model *Emerging markets* Altman Z-Score.
5. *Return on equity* perusahaan, yaitu *net income* dibagi *total equity* yang diperoleh dari *financial highlight* pada tahun 2007 dan 2008 setiap emiten/penerbit obligasi.

### Penentuan Sampel

Pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, sehingga diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Berikut ini merupakan kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini:

1. Obligasi pemerintah yang berkupon tetap (*fixed rate*) dengan jatuh tempo yang disesuaikan dengan obligasi perusahaan (identik), yang mengalami transaksi perdagangan obligasi atau eksekusi *yield* selama tahun 2007-2008.
2. Obligasi perusahaan yang berkupon tetap (*fixed rate*) dengan jatuh tempo yang disesuaikan dengan obligasi pemerintah (identik), yang mengalami transaksi perdagangan obligasi atau eksekusi *yield* selama tahun 2007-2008.

### Metode Analisis Data

Berdasarkan tujuan penelitian yang ingin dicapai, maka metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda yang dilakukan untuk masing-masing sektor usaha. Kemudian dilakukan *Chow test* untuk menguji kesamaan koefisien masing-masing hasil regresi dari kedua sektor usaha. Karena variabel-variabel yang digunakan menggunakan skala pengukuran yang berbeda-beda. Sebelum dilakukan pengolahan, seluruh data yang telah dihimpun akan diuji terlebih dahulu kelayakannya dengan menggunakan uji statistik deskriptif, yaitu uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas data, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas yang akan dijelaskan berikut ini.

1. Uji Normalitas, pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Dasar pengambilan keputusan dalam deteksi normalitas yaitu: (Ghozali 2001:74)
  - Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
  - Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.
2. Uji Multikolinearitas, uji ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya bebas multikolinieritas atau tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Uji multikolinieritas dapat dilihat



dari (1) nilai *tolerance* dan lawannya, (2) *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 atau nilai VIF lebih kecil dari 10, maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas pada data yang akan diolah (Ghozali 2001:57).

3. Uji Heteroskedastisitas, uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali 2001:69).
4. Uji Autokorelasi, uji ini bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi digunakan untuk uji Durbin-Watson dimana hipotesis yang akan diuji adalah:

$H_0$  : tidak ada autokorelasi ( $r = 0$ ), dan  $H_1$  : ada autokorelasi ( $r \neq 0$ )

Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien atau korelasi sama dengan nol, berarti tidak ada korelasi (Ghozali 2001:61).

Adapun model dasar dari regresi linier berganda dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

#### 1. Perusahaan pada Sektor Finansial

$$YS_F = \alpha + \beta_1 SBI + \beta_2 Liquidity + \beta_3 Rating + \beta_4 ROE + e$$

#### 2. Perusahaan pada Sektor Non-Finansial

$$YS_{NF} = \alpha + \beta_1 SBI + \beta_2 Liquidity + \beta_3 Rating + \beta_4 ROE + e$$

Untuk mengetahui pengaruh keempat variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan maka dilakukan uji-F atau uji *goodness of fit*, setelah itu dilakukan uji hipotesis dengan uji-t untuk melihat bagaimana pengaruh keempat variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Dan untuk melihat seberapa besar variasi *yield spread* dipengaruhi oleh keempat variabel independen, maka dilihat nilai *adjusted R<sup>2</sup>*. Dikarenakan menggunakan dua model regresi yang berbeda, maka lebih baik dilakukan *Chow Test* untuk menguji *test for equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien (Ghozali, 2009), apakah dengan membagi dua model regresi berdasarkan sektor usaha, dapat mempengaruhi stabilitas model regresi yang ada atau pengaruh keempat variabel independen



terhadap variabel dependen pada dua model regresi mengalami perubahan struktural.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

*Yield spread* obligasi untuk keseluruhan perusahaan menunjukkan rata-rata sebesar 155 *basis point*. Hal ini berarti bahwa investasi dalam obligasi perusahaan cenderung menghasilkan *yield* yang lebih besar dibanding pada obligasi pemerintah. Jika didasarkan pada masing-masing kelompok perusahaan, *yield spread* perusahaan finansial memiliki rata-rata sebesar 137 *basis point* yang lebih rendah dari rata-rata *yield spread* perusahaan non-finansial sebesar 177 *basis point*. Nilai standar deviasi *yield spread* pada sektor finansial lebih besar dari nilai *mean* menunjukkan variasi yang besar atau adanya kesenjangan yang besar dari *yield spread* terendah dan tertinggi. Sedangkan untuk sektor non-finansial nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai *mean*, sehingga menunjukkan variasi yang kecil atau adanya kesenjangan yang rendah dari *yield spread* terendah dan tertinggi.

Tingkat Suku bunga SBI dalam penelitian ini merupakan suku bunga acuan bebas risiko yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Penelitian ini mendapatkan bahwa rata-rata SBI selama periode penelitian adalah sebesar 8,71%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata SBI selama tahun 2007-2008 adalah sebesar 8,71%. Hal ini berarti bila dana diinvestasikan dalam bentuk instrumen bebas risiko setidaknya akan diperoleh laba (bunga) sebesar 8,71% dari nilai investasi dalam satu tahunnya. Jika didasarkan pada masing-masing kelompok perusahaan, Tingkat suku bunga SBI perusahaan finansial memiliki rata-rata sebesar 8,68% yang lebih rendah dari rata-rata suku bunga SBI perusahaan non-finansial sebesar 8,75%. Untuk kedua sektor baik finansial maupun non-finansial memiliki nilai standar deviasi rata-rata suku bunga SBI yang lebih kecil dari nilai *mean*, sehingga menunjukkan adanya variasi yang kecil atau adanya kesenjangan yang rendah dari rata-rata suku bunga SBI terendah dan tertinggi.

Likuiditas obligasi perusahaan yang ditunjukkan dengan *trading volume* obligasi selama periode penelitian menunjukkan rata-rata sebesar Rp 327 milyar. Hal ini menunjukkan bahwa setidaknya terjadi transaksi perdagangan obligasi hingga mencapai 327 milyar rupiah. Jika didasarkan pada masing-masing kelompok perusahaan, likuiditas perusahaan finansial memiliki rata-rata sebesar Rp 252 milyar yang lebih rendah dari rata-rata likuiditas perusahaan non-finansial sebesar Rp 419 milyar. Untuk kedua sektor baik finansial maupun non-finansial memiliki nilai standar deviasi likuiditas obligasi yang lebih besar dari nilai *mean*, sehingga menunjukkan adanya variasi yang besar atau adanya kesenjangan yang besar dari likuiditas obligasi terendah dan tertinggi, serta dapat diketahui bahwa likuiditas obligasi perusahaan pada kedua sektor memiliki nilai yang fluktuatif.



Peringkat obligasi yang didasarkan pada pemeringkatan obligasi oleh PT. Pefindo dengan pemberian skor berdasarkan Altman *Z-score* menunjukkan rata-rata sebesar 6,80. Jika didasarkan pada masing-masing kelompok perusahaan, peringkat obligasi perusahaan finansial memiliki rata-rata sebesar 6,80 yang nilainya lebih rendah dari rata-rata peringkat obligasi perusahaan non-finansial sebesar 6,81. Untuk kedua sektor baik finansial maupun non-finansial memiliki nilai standar deviasi *rating* obligasi yang lebih kecil dari nilai *mean*, sehingga menunjukkan adanya variasi yang kecil atau adanya kesenjangan yang rendah dari *rating* obligasi terendah dan tertinggi.

*Return on equity* yang merupakan rasio laba bersih terhadap total ekuitas pada keseluruhan perusahaan menunjukkan rata-rata sebesar 13,13%. Jika didasarkan pada masing-masing kelompok perusahaan, ROE perusahaan finansial memiliki rata-rata sebesar 14,84% yang lebih besar dari rata-rata ROE perusahaan non-finansial sebesar 11,03%. Untuk kedua sektor baik finansial maupun non-finansial memiliki nilai standar deviasi ROE yang lebih besar dari nilai *mean*, sehingga menunjukkan adanya variasi yang besar atau adanya kesenjangan yang besar dari ROE terendah dan tertinggi, serta dapat diketahui bahwa ROE perusahaan pada kedua sektor memiliki nilai yang fluktuatif.

### Hasil Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan Uji Kolmogorov – Smirnov yang dilakukan terhadap nilai residual (Ghozali, 2001). Pengujian normalitas pada nilai residual model regresi menunjukkan bahwa residual sudah berdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan dengan diperolehnya PP Plot yang normal serta diperkuat dengan uji Kolmogorov-Smirnov, dimana kedua model memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05. Hal ini bisa dilihat pada nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* dengan model perusahaan finansial sebesar 0,803 dan non-finansial sebesar 0,789.

### Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel Independen	Collinearity Statistic			
	Finansial		Non-Finansial	
	<i>Tolerance</i>	VIF	<i>Tolerance</i>	VIF
SBI	0.904	1.107	0.931	1.074
<i>Liquidity</i>	0.992	1.008	0.827	1.209
<i>Rating</i>	0.773	1.294	0.873	1.145
ROE	0.836	1.196	0.956	1.046

Sumber: Output SPSS 17

Tabel diatas menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai TOL (*tolerance*) kurang dari 0,10 dan juga nilai VIF yang lebih dari 10,



sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari gejala multikolinearitas.

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Dari grafik *scatterplots* yang diperoleh, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi *Yield Spread* berdasarkan variabel independen Tingkat Suku Bunga SBI, Likuiditas Obligasi, *Rating* Obligasi dan *Return On Equity* (ROE).

Hasil Uji Autokorelasi

Model	DW	$d_U$	$4 - d_U$	Keterangan
Finansial	1,864	1,739	2,261	Bebas autokorelasi
Non-Finansial	1,870	1,727	2,273	Bebas autokorelasi

Sumber: Output SPSS 17

Berdasarkan hasil analisis regresi, diperoleh nilai D-W sebesar 1,864 pada model perusahaan Finansial dengan nilai  $d_U$  sebesar 1,739 dan nilai  $4 - d_U$  sebesar 2,261. Karena DW pada sektor finansial berada diantara nilai  $d_U$  dan  $4 - d_U$ , maka model tersebut bebas autokorelasi. Sedangkan untuk perusahaan non-finansial adalah 1,870 dengan nilai  $d_U$  sebesar 1,727 dan nilai  $4 - d_U$  sebesar 2,273, maka model tersebut juga bebas autokorelasi, karena nilai DW berada diantara nilai  $d_U$  dan  $4 - d_U$ . Jadi kedua model regresi tersebut, baik sektor finansial maupun non-finansial tidak mengalami autokorelasi.

Hasil Uji-F Kedua Model Regresi

Perusahaan Finansial

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	477596.9	4	119399.236	6.757	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1219220	69	17669.852		
	Total	1696817	73			

a. Predictors: (Constant), ROE, Liquidity, SBI, Rating

b. Dependent Variable: Spread



Perusahaan Non-Finansial

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	320273.6	4	80068.412	4.500	.003 <sup>a</sup>
Residual	978708.9	55	17794.707		
Total	1298983	59			

a. Predictors: (Constant), ROE, Rating, SBI, Liquidity

b. Dependent Variable: Spread

Sumber: Output SPSS 17

Hasil pengolahan data terlihat bahwa pada tabel 4.8, nilai  $F = 6,757$  dengan probabilitas sebesar  $0,000 < 0,05$ . Sedangkan untuk uji-F yang ditampilkan pada tabel 4.9 menunjukkan nilai  $F = 4,500$  dengan probabilitas sebesar  $0,003 < 0,05$ . Nilai probabilitas pengujian yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$  menunjukkan bahwa secara bersama-sama *yield spread* obligasi perusahaan yang termasuk sektor finansial maupun non-finansial dapat dijelaskan oleh variabel suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi dan ROE perusahaan.

Hasil Uji-t Kedua Model Regresi

Perusahaan Finansial

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std.	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-1104.926	278.048		-3.974	.000		
SBI	71.085	19.063	.400	3.729	.000	.904	1.107
Liquidity	-.052	.058	-.091	-.892	.375	.992	1.008
Rating	95.439	41.198	.269	2.317	.024	.773	1.294
ROE	-.681	.721	-.105	-.945	.348	.836	1.196

a. Dependent Variable: Spread



## Perusahaan Non-Finansial

### Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-184.701	297.827		-.620	.538		
SBI	51.007	20.110	.308	2.536	.014	.931	1.074
Liquidity	-.071	.039	-.234	-1.817	.075	.827	1.209
Rating	-5.539	38.759	-.018	-.143	.887	.873	1.145
ROE	-1.515	.726	-.250	-2.087	.042	.956	1.046

a. Dependent Variable: Spread

Sumber: Output SPSS 17

## Perusahaan Finansial

### H<sub>1</sub>: Tingkat Suku Bunga SBI berpengaruh Signifikan terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan pada Sektor Finansial

Pengujian hipotesis satu dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar 3,729 dengan tingkat signifikan sebesar 0,000 berada lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Jika dikaitkan dengan nilai t tabel dengan  $df = (n-k) = 70$  uji dua arah diperoleh sebesar 1,994 untuk  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian diperoleh nilai t hitung ( $3,729$ ) > t tabel ( $1,994$ ), sehingga hasil penelitian ini mendukung hipotesis pertama yang diajukan. Dapat disimpulkan bahwa tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial pada taraf 5%. Hal ini berarti hanya hipotesis 1 yang diterima.

## Perusahaan Non-Finansial

### H<sub>1</sub>: Tingkat Suku Bunga SBI berpengaruh Signifikan terhadap *Yield Spread* Obligasi Perusahaan pada Sektor Non-Finansial

Pengujian hipotesis satu dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar 2,536 dengan tingkat signifikan sebesar 0,014 berada lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Jika dikaitkan dengan nilai t tabel dengan  $df = (n-k) = 56$  uji dua arah diperoleh sebesar 2,003 untuk  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian diperoleh nilai t hitung ( $2,536$ ) > t tabel ( $2,003$ ), sehingga hasil penelitian ini mendukung hipotesis pertama yang diajukan. Dapat disimpulkan bahwa tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif



signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial pada taraf 5%. Hal ini berarti hipotesis 1 diterima.

**H<sub>4</sub>: Return on Equity Perusahaan berpengaruh Signifikan terhadap Yield Spread Obligasi Perusahaan pada Sektor Non-Finansial**

Pengujian hipotesis empat dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah ROE perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar -2,087 dengan tingkat signifikan sebesar 0,042 berada lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Jika dikaitkan dengan nilai t tabel dengan  $df = (n-k) = 56$  uji dua arah diperoleh sebesar 2,003 untuk  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian diperoleh nilai t hitung  $(-2,087) > t$  tabel yaitu (2,003), sehingga hasil penelitian ini mendukung hipotesis keempat yang diajukan. Dapat disimpulkan bahwa ROE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor non-finansial pada taraf 5%. Hal ini berarti hipotesis 4 diterima.

**Hasil Koefisien Determinasi**

**Perusahaan Finansial**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.531 <sup>a</sup>	.281	.240	132.928	1.864

a. Predictors: (Constant), ROE, Liquidity, SBI, Rating

b. Dependent Variable: Spread

**Perusahaan Non-Finansial**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.497 <sup>a</sup>	.247	.192	133.397	1.870

a. Predictors: (Constant), ROE, Rating, SBI, Liquidity

b. Dependent Variable: Spread

*Sumber: Output SPSS 17*

Hasil pada perusahaan finansial menunjukkan bahwa koefisien determinasi yang ditunjukkan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,240. Hal ini berarti bahwa 24,0%



variasi *yield spread* obligasi perusahaan yang termasuk dalam sektor finansial dapat dijelaskan secara signifikan oleh variabel tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi dan ROE. Sedangkan 76% sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Sedangkan untuk non-finansial menunjukkan bahwa koefisien determinasi yang ditunjukkan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,192. Hal ini berarti bahwa 19,2% variasi *yield spread* obligasi perusahaan yang termasuk dalam sektor non-finansial dapat dijelaskan secara signifikan oleh variabel tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi dan ROE. Sedangkan 80,8% sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Hasil Chow Test

Model	Residual		n	k
Full	RSSr	2367716	134	4
Finansial	RSS1	1219220	74	4
Non-Finansial	RSS2	978709	60	4
RSSur	2197929			
F Hitung :	2.43			
(RSSr-RSSur)/k				
(RSSur)/(n1+n2-2k)				
df 4 dan 126				
F Tabel :	2.44			

Sumber: Output M. Excel 2007

Berdasarkan hasil Chow Test, diperoleh nilai F hitung sebesar 2,43 Nilai F tabel taraf 5% dengan df = 4 dan 126 diperoleh sebesar 2,44. Sehingga diketahui bahwa nilai F hitung  $2,43 < F \text{ tabel } 2,44$  pada taraf 5%. Dengan demikian tidak terdapat perubahan struktural dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada kedua model regresi. Dengan kata lain, perbedaan sektor usaha tidak mempengaruhi stabilitas model regresi. Hal ini berarti hipotesis 5 ditolak.

Pembahasan  
Tingkat Suku Bunga SBI

Hasil pengujian statistik dengan uji-t menemukan bahwa variabel tingkat suku bunga SBI berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial dan sektor non-finansial. Tentunya, hasil ini sesuai dengan teori yang ada dimana pengaruh tingkat suku bunga SBI terhadap *yield spread* adalah positif dengan catatan bahwa *yield* obligasi pemerintah yang merupakan *benchmark* atas perhitungan *yield spread* obligasi perusahaan mempunyai nilai yang relatif stabil.

Hasil pengujian kedua model ini sesuai dengan hasil penelitian yang diperoleh Martin Grandes & Marcel Peter (2003) dimana variabel *risk-free interest*



rate berpengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Walaupun dalam penelitian terdahulu tersebut menggunakan ada yang menggunakan *yield* obligasi pemerintah sebagai proksi atas *risk-free interest rate*, namun variabel tersebut juga memiliki konsep yang sama dengan suku bunga SBI sebagai suku bunga atas instrumen investasi bebas risiko yang datanya diambil atas rata-rata hasil lelang SBI per 3 bulan yang kemudian dirata-rata kembali untuk memperoleh nilai dalam satu tahun.

### Likuiditas Obligasi Perusahaan

Hasil pengujian statistik dengan uji-t terhadap variabel likuiditas obligasi perusahaan menemukan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan baik pada sektor finansial maupun non-finansial. Hasil penemuan ini menolak hipotesis yang diajukan untuk kedua model. Penyebab hasil ini bisa dikarenakan oleh keadaan dilapangan, dimana pasar obligasi di Indonesia tidak memiliki likuiditas yang baik, karena transaksi yang dilakukan diluar bursa atau *over the counter*. Selain itu, banyak penelitian terdahulu yang menggunakan proksi yang berbeda atas likuiditas obligasi, sehingga kurang adanya kepastian akan proksi likuiditas. Alasan lain adalah karena nilai likuiditas dengan proksi *trading volume* selama transaksi tahun 2007-2008 mengalami nilai yang sangat fluktuatif.

Penemuan hasil statistik ini juga sesuai dengan penelitian, Long Chen, *et al.* (2005), dimana banyak obligasi yang kesulitan likuiditas dapat menghasilkan *yield spread* yang lebih tinggi. Artinya likuiditas obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield spread*. Hasil tersebut diperoleh setelah melakukan peninjauan terhadap variabel-variabel ekonomi makro, *firm-specific*, dan *bond-specific*. Wijayanti (2008), juga memiliki hasil yang sama, dimana variabel likuiditas obligasi perusahaan memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan.

### Rating Obligasi Perusahaan

Hasil pengujian statistik dengan uji-t terhadap variabel *rating* obligasi perusahaan menemukan bahwa variabel ini berpengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial. Meskipun hasil untuk sektor finansial terbukti tidak sesuai dengan teori yang ada dimana seharusnya *rating* obligasi berpengaruh negatif, namun ketidaksesuaian hasil ini bisa saja dikarenakan perbedaan cara penilaian untuk setiap *rating* obligasi perusahaan. Walaupun begitu, tetap saja hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dimana *rating* obligasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial. Sedangkan untuk sektor non-finansial, *rating* obligasi perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan. Tentu saja hasil ini menolak hipotesis yang diajukan, namun demikian, hasil ini bisa dikatakan sesuai



dengan teori yang ada, dimana *rating* seharusnya berpengaruh negatif, walaupun tetap saja tidak signifikan.

Hasil pengujian untuk sektor finansial sesuai dengan hasil penelitian yang diperoleh Long Chen, *et al.* (2002), dimana pada hasil panel regresi untuk *non-callable bonds* dan *callable bonds* ditemukan adanya pengaruh yang positif signifikan dari *credit rating* terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Dan untuk sektor non-finansial, hasil tersebut sesuai dengan penelitian Long Chen, *et al.* (2005), dimana ditemukan hasil yang negatif yang tidak signifikan atas nilai *koefisien* dan *t-statistic* untuk variabel *credit rating* terhadap *yield spread*. Dengan demikian, keadaan yang terjadi dilapangan mengenai perilaku *rating* obligasi bisa menghasilkan pengaruh yang berbeda dari teori yang ada terhadap *yield spread* obligasi perusahaan.

### **Return on Equity Perusahaan**

Hasil pengujian statistik dengan uji-t terhadap sektor finansial untuk variabel ROE perusahaan menemukan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Walaupun hal ini bisa dikatakan sesuai dengan teori yang ada dimana ROE perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield spread*, namun tetap saja hasil pengujian ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Penyebab hasil seperti ini bisa saja dikarenakan penggunaan yang berbeda atas proksi dari ROE itu sendiri. Ada penelitian terdahulu yang menggunakan *return saham* dan *return dari S&P 500* sebagai proksi atas ROE. Untuk kasus di Indonesia, penggunaan *return saham* tidak bisa dilakukan karena banyak penerbit obligasi yang belum *go public*, sehingga penjualan saham tidak terjadi. Namun konsep ROE yang digunakan dalam penelitian ini sebetulnya sama dengan ROE yang digunakan penelitian terdahulu, yaitu sebagai ukuran atas kesehatan atau kinerja suatu perusahaan. Dan untuk sektor non-finansial, ditemukan bahwa ROE perusahaan berpengaruh negatif signifikan, sehingga hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan.

Penyebab perbedaan antara hasil sektor finansial dan non-finansial bisa membuktikan bahwa perbedaan penggunaan proksi atas ROE sebagai indikator kondisi kesehatan ataupun kinerja perusahaan tetap bisa menghasilkan pengaruh yang sesuai secara teori dimana untuk sektor non-finansial, ROE berpengaruh negatif dan signifikan. Hasil penelitian yang ditemukan pada sektor finansial sama dengan yang diperoleh Michael Boss & Martin Scheicher (2002), dimana untuk kategori *Euro-Swap*, ditemukan pengaruh ROE yang negatif namun tidak signifikan terhadap *credit spread* obligasi perusahaan. Dengan demikian, hasil tidak signifikan bisa saja terjadi. Sedangkan untuk sektor non-finansial, hasil tersebut sesuai dengan penelitian Dufresne, *et al.* (2001), dimana untuk pengujian determinan dari perubahan *credit spread* yang diklasifikasikan berdasarkan *rating group* ditemukan pengaruh ROE yang negatif dan signifikan terhadap *credit spread*



obligasi perusahaan. Dan untuk kategori *US-Industrial*, pada penelitian Michael Boss & Martin Scheicher (2002) juga ditemukan pengaruh ROE yang negatif dan signifikan.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan mengenai pengaruh variabel tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, *rating* obligasi, dan ROE perusahaan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial dan non-finansial maka beberapa kesimpulan yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk perusahaan finansial dan non-finansial, pengujian hipotesis pertama, tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Sehingga kedua hasil ini menerima hipotesis yang diajukan.
2. Pengujian hipotesis kedua untuk perusahaan finansial dan non-finansial juga memiliki hasil yang sama, yaitu variabel likuiditas obligasi perusahaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Sehingga hasil kedua model tersebut menolak hipotesis yang diajukan.
3. Untuk perusahaan finansial, pengujian hipotesis ketiga menemukan bahwa *rating* obligasi perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan ditolak. Sedangkan untuk sektor non-finansial, pengujian hipotesis ketiga menemukan bahwa *rating* obligasi perusahaan memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Tentu saja hasil ini menolak hipotesis yang diajukan.
4. Pengujian hipotesis keempat untuk perusahaan finansial, menemukan bahwa ROE memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Sehingga hipotesis yang diajukan ditolak. Sedangkan untuk perusahaan non-finansial, pengujian hipotesis menghasilkan ROE yang berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Maka hipotesis yang diajukan diterima.
5. Untuk pengujian hipotesis kelima, dimana menggunakan *Chow Test*, ditemukan hasil  $F_{hitung} 2,43 < \text{nilai } F_{tabel} \text{ sebesar } 2,44$  dengan taraf 5%. Dengan demikian, hipotesis kelima yang diajukan ditolak, dimana tidak terdapat perubahan struktural dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada kedua model regresi.

## KETERBATASAN PENELITIAN



Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti berikutnya agar mendapatkan hasil yang lebih baik. Berikut ini merupakan beberapa keterbatasan tersebut:

1. Keterbatasan akan pemilihan sampel dan penggunaan proksi atas suatu variabel.
2. Obligasi perusahaan yang diterbitkan memiliki rata-rata jatuh tempo kurang dari tiga tahun, sehingga menyebabkan periode amatan untuk penelitian ini hanya dua tahun transaksi. Oleh sebab itu kurang bisa melihat perkembangan nilai eksekusi *yield* obligasi secara signifikan.
3. Masih banyak obligasi perusahaan yang menggunakan lembaga pemeringkatan efek yang berbeda, sehingga untuk melihat perkembangan *rating released* dan proses *scoring* menjadi lebih sulit. Dengan demikian, banyak obligasi yang tidak menjadi sampel hanya dikarenakan masalah tersebut.
4. Objek dalam penelitian ini hanya diperoleh pada satu media pelaporan.

### DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E.I. 2000. **Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z- Score and Zeta Models**. Working paper.
- Bank Indonesia. 2010. **RRT SBI Hasil Lelang 3 Bulan Tahun 2007-2008**.
- Boss, Michael, and Martin Scheicher. 2002. **The Determinants of Credit Spread Changes in the Euro Area**. Austrian National Bank.
- Chen, Long., D. Lesmond, and Jason Wei. 2002. **Bond Liquidity Estimation and the Liquidity Effect in Yield Spreads**. Working paper.
- Chen, Long., D. Lesmond, and Jason Wei. 2005. **Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity**. Working paper.
- Dufresne, Collin, *et al.* 2001. **The Determinants of Credit Spread Changes**. Journal of Finance, Vol 56, No. 6. (Dec., 2001), pp. 2177-2207.
- Fabozzi, Frank J., F. Modigliani, dan M.G. Ferri. 1999. **Pasar dan Lembaga Keuangan**. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- Faeber, Esme. 2000. **Fundamental of The Bond Market**. McGraw-Hill.
- Gabbi, Giampaolo, and Andrea Sironi. 2002. **Which Factors Affect Corporate Bonds Pricing? Empirical Evidence From Eurobonds Primary Market Spreads**. Newfin Research Center. Bocconi University.
- Ghozali, Imam. 2001. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**. Semarang : BP-UNDIP.



- Ghozali, Imam. 2009. **Ekonometrika, Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan SPSS 17**. Semarang : BP-UNDIP.
- Grandes, Martin, and Marcel Peter. 2003. **The Determinants of Corporate Bond Yield Spreads in South Africa: Firm-Specific or Driven by Sovereign Risk?** OECD Development Centre Working Paper N°230 (Paris OECD Development Centre).
- Huang, J. and M. Huang. 2003. **How Much of the Corporate- Treasury Yield Spread is Due to Credit Risk?** Working paper.  
<http://www.bi.go.id/Lelang SBI/Data Historis>.  
<http://www.bapepamlk.depkeu.go.id//Statistik>  
<http://www.vibiznews.com/Bondsmutual Articles>.  
<http://www.vibiznews.com/Obligasi Articles>.  
*Indonesia Bond Market Directory 2008-2009*.
- Jones, Charles P. 2007. **Investment**. Tenth Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Kusumadewati, Adita. 2008. **Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Likuiditas Obligasi, Maturity, dan Peringkat Obligasi terhadap Perubahan Harga Obligasi perusahaan (Studi Kasus pada Obligasi perusahaan yang Listed di BEJ, dengan Altman Rating Model yang diterapkan Bloomberg) Periode 2004-2006**. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Liu, Crocker H. 2003. **Bond Rating and the Cost of Debt**. Corporate Finance.
- Longstaff, Francis A. and Eduardo S. Schwartz. 1995. **A simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt**. Journal of Finance, Vol. 50 (3), pp. 789-819.
- Longstaff, F., S. Mithal and E. Neis. 2004. **Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market**. Journal of Finance 60(5), 2213-2253.
- PT. Pefindo. 2010. **Rating Released Obligasi perusahaan Selama Tahun 2006-2008**.
- Royal Bank of Canada. 2009. **Bond Basics**. Wealth Management, a division of RBC Capital Markets Corporation, Member NYSE/FINRA/SIPC.
- Sarkar, Sudipto. 2001. **Risk-free Interest Rates, the Call Feature, and Corporate Bond Yield Spreads**. Working paper.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, and Jeffery V. Bailey. 1999. **Investasi**. Edisi 1. Jakarta: Prenhallindo.
- Wijayanti. 2008. **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Yield Spread Obligasi yang Tercatat di Bursa Efek Surabaya Periode 2001-2005**. ADLN Digital Collections. Universitas Airlangga.